成本制胜，解析碧桂园三四线破局之道

——碧桂园深度研究系列之二

碧桂园
(2007.HK)
买入
(维持)

市场普遍对三四线需求有所担心，而公司销售业绩持续增长，背后原因值得探究。研究发现，城镇化梯次发展之下三四线具备一定需求纵深。布局方面，公司 73%可售资源位于五大城市群，93%位于人口流入区域。商业模式方面，**公司终极改善产品在三四线具备较强竞争力；通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能盈利**，在合理利润水平下通过高周转撬动规模和利润增长。借此，**公司也成功突破了下沉市场土储瓶颈，市占率仍有提升空间。**

三四线具一定需求纵深，市场体现明显制造业特征。市场对三四线城市需求一直有所担心。但实际上，我国地级市及县级市数量分别为 293 座和 387 座，而一二线城市仅约 40 座，三四线城市数量庞大。相应的，三四线近年来商品住宅销售面积占比稳步提升，2019 年末接近 70%，增速亦高于一二线；同年销售额占比则为 55%。另一方面，三四线开发市场具备明显制造业特征：**房价弹性相对较小，建安成本为主要成本**。因此，囤地获取土地升值收益的空间不大，而建安成本管控是房企在三四线能否实现盈利乃至抢占对手市场份额的关键。

借助周转提升整体 ROE，成本优势筑独特护城河。成本领先和差异化战略是两种重要竞争战略。基于前述特点，通过周转获取合理利润是三四线房企提升 ROE 的关键，而建安成本管控对房企项目成败有重要影响。周转方面，公司已形成高周转开发体系，2019 年在 26.1%的相对合理毛利率水平下实现了 28.9%的较高 ROE，并连续三年接近或超过 30%的水平。成本管控方面，公司经多年打磨，**已形成较为成熟的成本管控文化与体系，并通过基于大量数据的信息化系统进行成本考核与激励**。同时，公司的全产业链布局和供应商战略合作也使得采购成本得到较好的控制。2019 年，公司全国销售市占率约为 5%，已进驻三四线城市市占率约为 8%；229 个项目在当地县级市市占率超过 20%，其中市占率超 50%的项目有 36 个，体现出公司竞争战略在三四线的成功。

成本管控突破土储瓶颈，市占率仍有提升空间。通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能实现盈利，而能级越低的城市建安成本占销售均价的比例也越高。因此，在更低能级市场公司所面临的竞争实际上也越少，公司也能够借此突破土地储备瓶颈，进而实现市占率的进一步提升。

布局契合人口趋势，享受城镇化发展红利。传统的城市能级划分可能并不全面。至 2020H 末，公司可售资源中 73%位于长三角、广东等五大城市群，93%可售资源位于人口流入区域；三四线权益货值中 84%位于库存短缺或合理城市。整体而言，公司布局契合了人口流动规律，能够较好把握楼市需求变动。

风险提示：市场发展及政策存在一定不确定性，或影响上市公司销售业绩。

微信公众号

申思聪
分析师
+852 3958 4699
shensicong@cwghl.com
SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3700 7094
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	226,900	379,079	485,908	489,071	543,652	607,910
(+/-)%	*48.2%*	*67.1%*	*28.2%*	*0.7%*	*11.2%*	*11.8%*
毛利润	58,785	102,476	126,637	116,253	129,073	144,212
核心净利润	24,686	34,125	40,124	44,405	49,252	55,139
(+/-)%	*106.0%*	*38.2%*	*17.6%*	*10.7%*	*10.9%*	*12.0%*
核心 PE	7.63	5.52	4.69	4.24	3.82	3.41
PB	1.94	1.51	1.20	1.02	0.86	0.73

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目录

核心观点 **4**

1. 三四线市场具需求纵深与自身特色 **6**

1.1 销量占比可观，三四线具较强需求纵深 6
1.2 幅员辽阔，一二线城市非中国全部 7
1.3 城镇化发展梯次推进，有力支撑市场需求 8
1.4 制造业特征：房价弹性相对较小，建安成本为主要成本 9
1.5 小结：三四线具需求纵深，制造业化特点鲜明 10

2. 商业模式：成本管控优势筑独特护城河 **11**

2.1 快速周转：合理利润之下提升公司整体 ROE 11
2.2 成本制胜：制造业开发模式下的独特护城河 12
2.3 未来展望：突破土储瓶颈，市占率仍有提升空间 14

3. 布局契合人口趋势，享城镇化发展红利 **15**

3.1 聚焦繁荣都市圈，人口流入支撑需求 15
3.2 系统监控市场去化，多数城市供求健康 16
3.3 小结：布局契合人口趋势，市场需求具备支撑 17

4. 研究结论与投资建议 **18**

5. 风险提示 **19**

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，依托出色成本管控的差异化商业模式是碧桂园持续增长的关键 4
图 2：三四线成近年商品住宅销售面积增长主要驱动力 6
图 3：三四线住宅销售额占比近年稳定在 50%以上 6
图 4：三四线近年商品住宅销售面积增速高于一二线 6
图 5：19 年三四线商品住宅销售额增速与一二线持平 6
图 6：截至 2019 年末，我国地级市数量达 293 座 7
图 7：龙头央企布局城市相对较少，但近年亦有所增加 7
图 8：截至 2019 年末，我国城镇化率达 60.6% 8

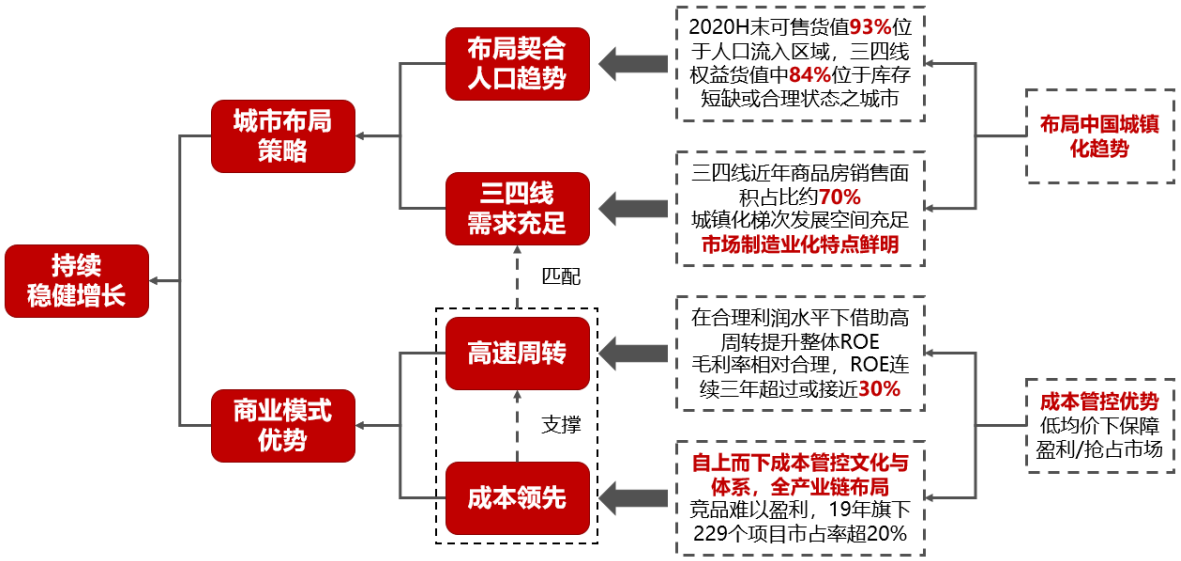
图 9：相较美国和日本，我国城镇化率仍有增长空间 8
图 10：卫星城、大都市圈将是我国下一阶段城镇化发展方向 8
图 11：我国人口分布呈现明显的东南强、西北弱格局，区域之间明显分化 9
图 12：三四线城市售价中建安成本占比较高，开发过程更趋向于制造业 10
图 13：公司毛利率相对而言处业内合理水平 12
图 14：借助周转优势，公司实现了较高的 ROE 水平 12
图 15：成本领先与差异化战略使得公司近年销售业绩与排名快速提升 14
图 16：公司土储货值中五大城市群占比较高 16
图 17：公司多数土储货值位于人口流入区域 16

表 1：公司周转效率较高，投资转化率具备一定优势 11
表 2：通过对产业链企业投资，公司进一步强化产业链整合与成本管控优势 12
表 3：公司高端改善产品在三四线市场具备较强竞争优势 13
表 4：公司多数货值分布在繁荣都市圈，市场需求具备一定支撑 15
表 5：公司货值约 73%位于五大城市群，区域基本面较为优质 16
表 6：针对布局城市，公司持续监测当地市场去化周期相关指标 17
表 7：公司已进驻的三四线城市整体供求较为健康 17
表 8：碧桂园 NAV 约 17.43 港元/股 18

核心观点

市场普遍对三四线需求有所担心，而碧桂园销售业绩持续增长，背后原因值得探究。研究发现，**城镇化梯次发展之下三四线具备一定需求纵深**。布局方面，公司73%可售资源位于五大城市群，93%位于人口流入区域。商业模式方面，**公司终极改善产品在三四线具备较强竞争力；通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能盈利，在合理利润水平下通过高周转撬动规模和利润稳步增长。借此，公司也成功突破了下沉市场土储瓶颈，市占率仍有提升空间。**

图 1：本文核心逻辑图，依托出色成本管控的差异化商业模式是碧桂园持续增长的关键



数据来源：中达证券研究

三四线具一定需求纵深，市场体现明显制造业特征。市场对三四线城市需求一直有所担心。但实际上，至 2019 年末，我国地级市及县级市数量分别为 293 座和 387 座，另有 4 座直辖市，而一二线城市仅约 40 座，三四线城市数量庞大。相应的，三四线近年来商品住宅销售面积占比稳步提升，2019 年末接近 70%，增速亦高于一二线；2019 年销售额占比则约为 55%。另一方面，三四线开发市场具备明显制造业特征：房价弹性相对较小，建安成本为主要成本。因此，囤地获取土地升值收益的空间不大，而建安成本管控是房企在三四线能否实现盈利乃至抢占对手市场份额的关键。

借助周转提升整体 ROE，成本优势筑独特护城河。成本领先和差异化战略是波特提出的两种重要竞争战略。基于前述特点，通过周转获取合理利润是三四线房企提升 ROE 的关键，而建安成本管控对房企项目成败有重要影响。周转方面，公司已形成标准化的开发体系，2019 年在 26.1%的相对合理毛利率水平下实现

了 28.9%的较高 ROE，并连续三年接近或超过 30%的水平。成本管控方面，公司经多年打磨，**已形成较为成熟的成本管控文化与体系，并通过基于大量数据的信息化系统进行成本考核与激励**。同时，公司的全产业链布局和供应商战略合作也使得采购成本得到较好的控制。2019 年，公司全国销售市占率约为 5%，已进驻三四线城市市占率约为 8%；**229 个项目在当地县级市市占率超过 20%，其中市占率超 50%的项目有 36 个**，体现出公司竞争战略在三四线的成功。

成本管控突破土储瓶颈，市占率仍有提升空间。通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能实现盈利，而能级越低的城市建安成本占销售均价的比例也越高。事实上，**2013 年、2014 年后许多公司也提出了“回归一二线”的口号，反映了低线市场运营的难度**。因此，在更低能级市场公司所面临的竞争实际上也越少，公司也能够借此突破土地储备瓶颈，进而实现市占率的进一步提升。**背后的核心仍是公司之上而下对于成本管控的重视。**

布局契合人口趋势，享受城镇化发展红利。传统的一二线、三四线城市能级分类可能并不能反映城市基本面全貌，需从人口、产业、供求等多方面进行分析。截至 2020 年 6 月末，公司总可售资源中 73%位于长三角、广东省等五大城市群，93%可售资源位于人口流入区域；三四线权益货值中 84%位于库存短缺或合理城市。整体而言，公司布局契合了人口流动规律，能够较好地把握楼市需求的变动。

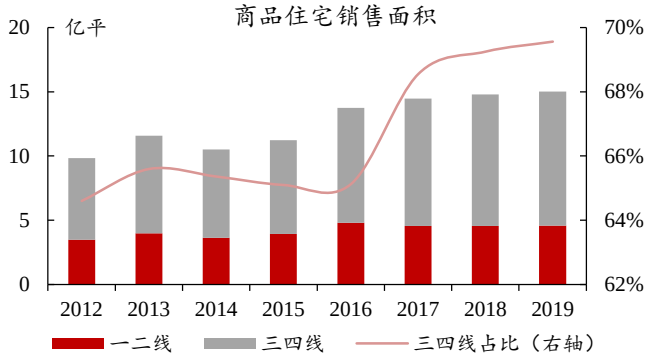
维持“买入”评级，目标价 12.2 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.02 元、2.24 元和 2.50 元，核心净利同比增长 10.7%、10.9%和 12.0%。考虑到布局与战略使公司能够持续受惠于城镇化发展机遇，管控效率提升和融资成本下降亦将助力公司发展，维持 NAV 折让 30%，目标价 12.2 港元，对应 2020 年 5.4 倍 PE，较现价空间达 27%。（最新股价为 9 月 8 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

1.三四线市场具需求纵深与自身特色

1.1 销量占比可观，三四线具较强需求纵深

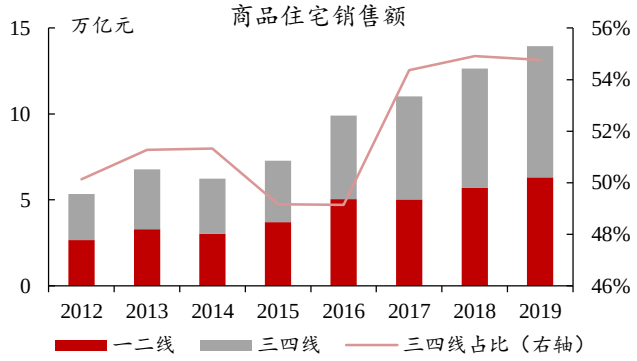
与直观印象相悖，三四线市场为近年销售增长的重要驱动力。广阔的国土空间使得我国境内有着数量众多的三四线城市。尽管由于信息不对称等原因，三四线城市曝光度和知名度远不及一二线城市，但其整体仍是城镇化进程的重要载体，楼市需求体量较大。根据国家统计局的数据，三四线城市近年来商品住宅销售面积占全国的比例稳步提升，2019 年末接近 70%；2019 年销售额占比则约为 55%。同时，三四线城市近年来商品住宅销售面积增速高于一二线，成为支撑整体销量增长的重要驱动因素。**三四线楼市整体需求体量较为可观。**

图 2：三四线成近年商品住宅销售面积增长主要驱动力



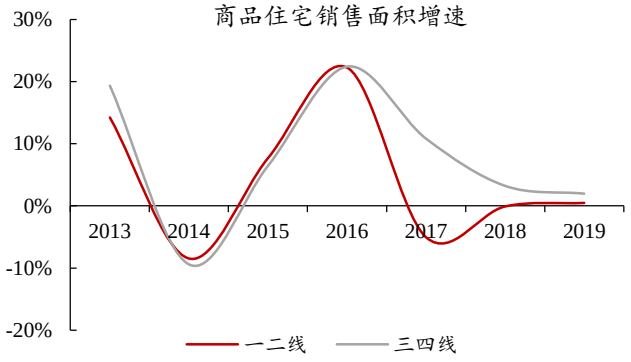
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 3：三四线住宅销售额占比近年稳定在 50%以上



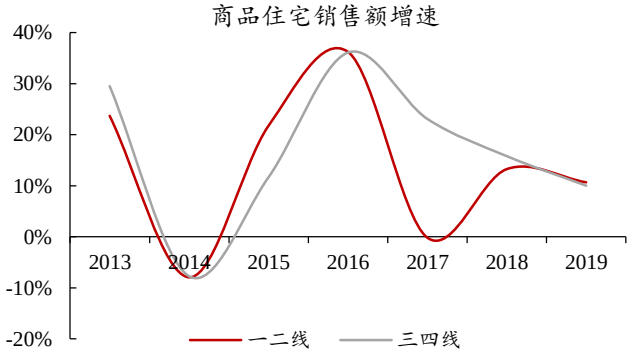
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 4：三四线近年商品住宅销售面积增速高于一二线



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 5：19 年三四线商品住宅销售额增速与一二线持平



数据来源：国家统计局，中达证券研究

注：一二线城市范围沿用国家统计局分类标准，全国销售数据减去一二线城市数据即为三四线城市数据

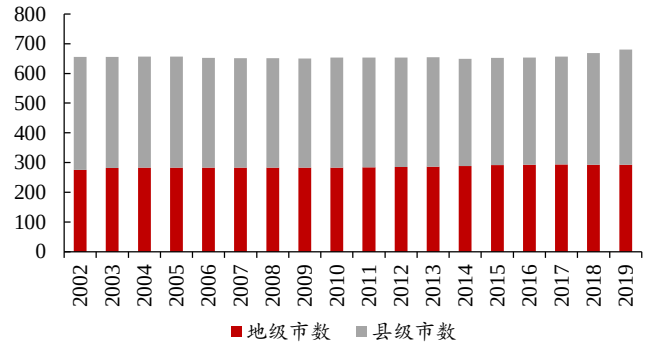
1.2 幅员辽阔，一二线城市非中国全部

地、县级市数量近 700 座，一二线城市占比相对较小。根据国家统计局的数据，截至 2019 年末，我国地级市数量为 293 座，县级市数量为 387 座，另有 4 座直辖市，城市数量较为庞大。而传统意义上的一二线城市仅约 40 座，从数量上看仅为全国城市组成中的一小部分。这种行政区划体系使得在投资者熟悉的一二线城市之外还存在着数量庞大的三四线城市；尽管由于信息不对称等原因，此类城市知名度相对较低，但从楼市需求上看体量仍不可小觑。

三四线市场有其自身需求特点，高端改善产品相对缺乏。随着城镇化和经济产业的发展，三四线市场对于高端改善产品的需求也逐步增加。但是，三四线市场品牌开发商供给相对缺乏，同质化基础产品的供给相对过剩，当地高端改善型需求难以得到满足，供需之间存在一定的错配。

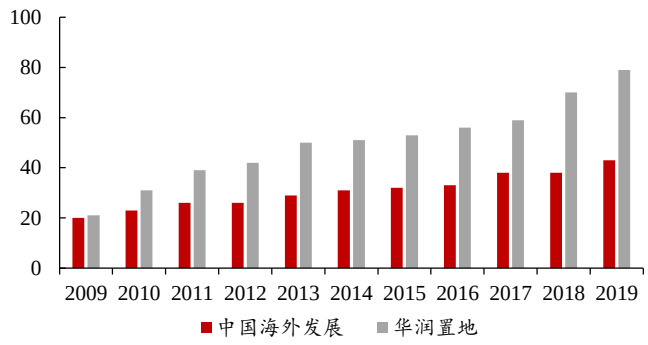
标杆央企聚焦一二线发展，但近年来亦逐步拓展城市布局。央企龙头如中海、华润城市布局传统上集中在核心一二线城市，但 2016 年、2017 年后也逐步扩大了城市覆盖范围，每年新进入城市数量较之前明显增加，原因是上述房企更多地进入了相对低线的城市（彼时背景是二三线市场增速明显快于核心一二线），而非固守公司传统深耕的核心一二线城市。这一现象也印证了我们之前的观点：**仅依靠传统熟悉城市运营已很难支撑龙头房企市占率提升；稳步下沉可能是龙头房企未来增长的必由之路。**

图 6：截至 2019 年末，我国地级市数量达 293 座



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 7：龙头央企布局城市相对较少，但近年亦有所增加

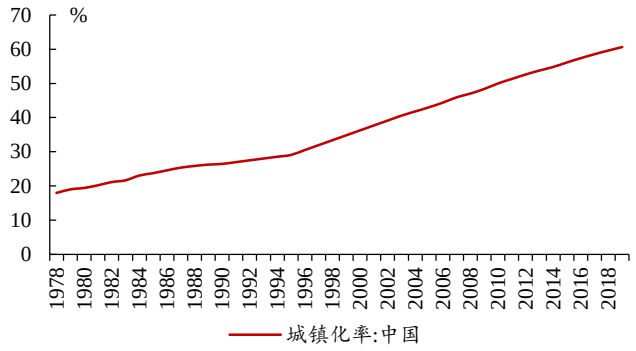


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：不含中海宏洋

1.3 城镇化发展梯次推进，有力支撑市场需求

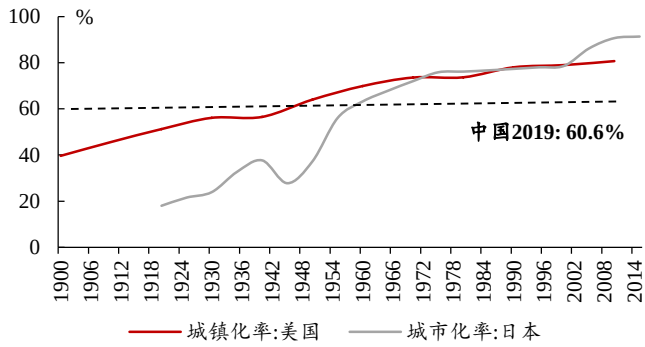
城镇化发展梯次推进仍是楼市需求的重要来源。截至 2019 年末，我国城镇化率达 60.6%，为有统计数据以来首次超过 60%，但相较美国、日本等发达国家水平仍有一定提升空间。除总量提升外，城市之间的人口转移和区域人口重构也是未来发展的重要趋势。从海外经验来看，城市发展通常将会经历“城市—都市圈—城市群”的过程。我国人口密度远高于世界平均，而人均占有资源量相对较少，发展上更需集约化，因而大都市圈化将是未来城市发展的主流。从这个角度看，各级城市城镇化的梯次发展将有力支撑相关城市的楼市需求。

图 8：截至 2019 年末，我国城镇化率达 60.6%



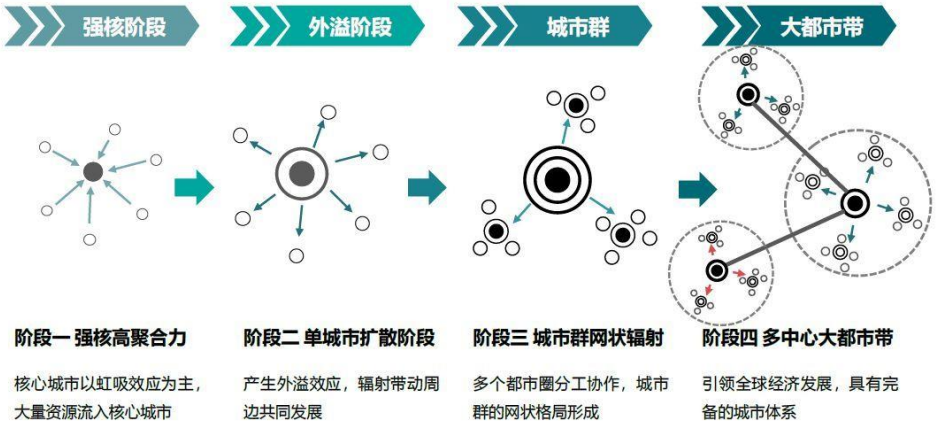
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 9：相较美国和日本，我国城镇化率仍有增长空间



数据来源：美国商务部，日本统计局，中达证券研究

图 10：卫星城、大都市圈将是我国下一阶段城镇化发展方向



数据来源：中国指数研究院，中达证券研究

三四线内部亦有明显分化，集约发展趋势下凸显城市选择重要性。必须承认，三四线城市涵盖范围较广，并非所有城市均适合大规模房地产开发。从国土空间环境和近年来人口流动趋势来看，我国人口分布以胡焕庸线为界呈现出明显的东南强、西北弱格局，且近年来区域间人口流动趋势更趋明显。在区域间人口流动情况分化加剧的大背景下，如何选择符合投资标准的城市并开发适应当地市场的产品就显得尤为重要。

图 11：我国人口分布呈现明显的东南强、西北弱格局，区域之间明显分化

数据来源：腾讯，中达证券研究；注：星云图使用效果模拟数据，数据截至 2020/9/1

1.4 制造业特征：房价弹性相对较小，建安成本为主要成本

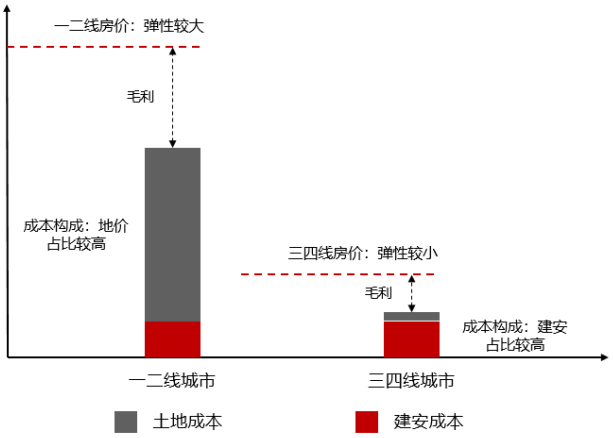
地价房价弹性相对较小，开发过程与制造业更为相似。由于人口结构、经济产业发展阶段、金融资源供给、客户群体等方面的差异，三四线城市的地价、房价弹性相对于一二线城市更小，整体地价和房价的波动相对平稳，销售均价水平较一二线城市也相对更低。在没有棚改货币化安置等外部因素影响的背景下，**三四线市场的土地和房产的金融属性相对较低，房企拿地建房的开发过程实际上与制造业更为相似。**

三四线市场高端改善产品稀缺，成本构成中建安占比相对较高。与一二线城市相比，三四线房地产市场具备几大鲜明特点。首先，三四线市场销售均价相对一二线市场较低；由于不同能级间建安成本差异不大，三四线市场成本构成中建安成本的占比明显较大，建安成本变动对项目成败有重大影响。其次，三四

线市场或多或少存在一定不正规现象，如产证不齐全、物业服务不正规、缺乏园林景观及配套等。虽然改善型需求较为旺盛，但相关产品尤其是终极改善产品的供给相对缺乏，大众化产品供给相对集中。**上述现象使得打造匹配客群需求的改善产品、管控建安成本成为房企在三四线城市脱颖而出的关键。**

建安成本管控对三四线项目盈利能力有较大影响。由于房价相对一二线城市较低，同等幅度建安成本节省对三四线项目利润率的增益显著大于一二线城市。而三四线市场地价、房价弹性相对较小，通过赌周期获得土地升值收益并非商业模式长久之计，相对低廉且稳定的地价使得土地成本并非三四线城市开发中成本的主要影响因素。因此，**建安成本管控是房企在三四线能否实现盈利乃至抢占对手市场份额的关键，三四线城市开发过程与制造业颇为相似。**

图 12：三四线城市售价中建安成本占比较高，开发过程更趋向于制造业



数据来源：中达证券研究

1.5 小结：三四线具需求纵深，制造业化特点鲜明

三四线城市具备自身需求特点，房企商业模式需匹配市场特色。由于信息不对称等多重原因，投资者往往对三四线城市需求有一定担心。但实际上，三四线城市近年商品住宅销售面积占比接近 70%，同时也是整体销量增长的重要驱动力，三四线城市具备一定的需求纵深。参考海外城镇化发展规律和我国当前实际，人口持续净流入城市楼市需求将得到有力支撑。另一方面，由于产品金融属性弱化、建安成本为主要成本项，三四线市场特征更趋向于制造业，**房企需以高周转和出色成本管控抢占市场并获得合理利润**，顺应三四线的制造业特征。

2. 商业模式：成本管控优势筑独特护城河

2.1 快速周转：合理利润之下提升公司整体 ROE

适应三四线市场特征，借助快速周转获取利润。如前所述，三四线城市房价和地价弹性相对一二线较小，金融属性弱化，因而房企难以通过囤地待涨的模式获取土地增值收益。在此背景下，公司通过较快的周转速度提升开发效率，在毛利率相对合理的条件下利用周转扩大规模与盈利。经过多年打磨，公司目前已形成标准化的开发流程，通常在土地获取前完成规划方案和户型设计，保证快速开工；通过旗下全产业链协同，公司也能实现资源快速灵活调配。例如，公司临沂翡丽之光景悦项目**从土地摘牌到开盘仅用时 4.6 个月，开盘后 4.1 个月实现资金回正**。依托三四线市场特点，截至 2020 年 6 月末，公司三四线城市项目获取 18 个月后的投资转化率（累计权益销售额/权益土地投入）为 1.28，同行一二线城市项目的该指标为 0.73 左右，体现公司周转效率上的优势。

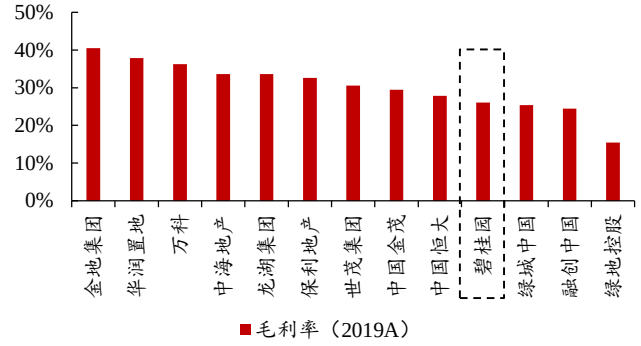
表 1：公司周转效率较高，投资转化率具备一定优势

省份	获取 12 个月	获取 18 个月	省份	获取 12 个月	获取 18 个月
安徽省	0.82	1.38	江西省	0.90	1.54
福建省	0.53	1.03	辽宁省	1.68	2.50
甘肃省	1.11	1.56	内蒙古	1.06	5.14
广东省	0.37	0.81	宁夏	1.82	2.96
广西省	0.97	1.83	青海省	2.61	4.24
贵州省	2.40	3.75	山东省	1.13	1.77
海南省	0.34	0.63	山西省	0.75	1.87
河北省	0.91	1.45	陕西省	0.78	1.40
河南省	0.73	1.46	四川省	0.68	1.54
湖北省	0.85	1.62	云南省	0.64	1.23
湖南省	1.17	1.72	浙江省	0.55	1.17
吉林省	1.90	4.71	重庆市	0.67	1.61
江苏省	0.57	1.04			
集团平均（加权平均）	**0.71**	**1.28**			

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：包含 2017 年以来获取的三四线已开盘项目，数据截至 2020 年 6 月末

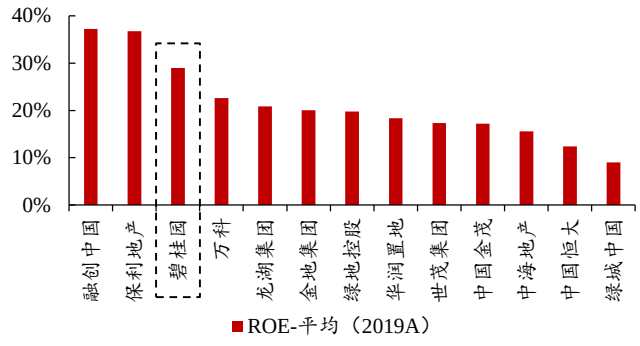
借助高周转优势，合理利润之下实现可观 ROE。三四线市场的特点使得公司必须利用较快的周转速度撬动更高规模利润，通过制造业的开发模式实现业绩的稳步增长。从毛利率水平来看，公司 2019 年约 26.1%的毛利率水平属行业中游；但借助高速周转，公司 2019 年 ROE（平均）达 28.9%，连续三年接近或超过 30%的水平，ROE 水平在同业中较为领先，体现公司差异化战略的成功。

图 13：公司毛利率相对而言处业内合理水平



数据来源：Wind，中达证券研究

图 14：借助周转优势，公司实现了较高的 ROE 水平



数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 成本制胜：制造业开发模式下的独特护城河

集中标准化模式覆盖开发全过程，成本管控融入整体业务链条。经过多年发展，公司目前已形成房地产开发全产业链布局，通过集中标准化的开发模式覆盖房地产开发全流程，借助旗下从设计到施工再到营销等业务单元控制建安成本。公司在项目定位设计、建筑安装以及装修上都有统一标准化的流程，集团总部配备了数量规模庞大的设计团队，使得整体建筑安装成本低于同业。碧桂园对于具体项目都有严格的工期考核，同时利用工序穿插、同时开工等方式加快项目进度。通过将成本管控融入设计、施工、装修、物业管理等开发全流程中，碧桂园可以以较低成本在低线城市竞争中胜出。

统一采购增加与供应商议价能力，入股下游企业强化定价话语权。碧桂园采用集中统一的采购模式，通过集团强大的议价能力降低从供应商端的采购成本。同时，公司充分利用自身产业链地位上的优势，供应链资产支持专项计划可以提升一定的资金使用效率。另一方面，公司旗下碧桂园创投近年来也投资了多家房地产产业链龙头企业，并与相关企业形成了良好的战略合作关系。借此，公司能够进一步强化产业链整合的力度，巩固自身在成本管控方面的优势。

表 2：通过对产业链企业投资，公司进一步强化产业链整合与成本管控优势

时间	投资对象	投资金额	投资概况
2020.5	惠达卫浴	4.15 亿元人民币	拟认购定增股份，完成后将成为惠达卫浴之持股 5%以上的股东
2020.5	房地产产业链赋能基金	-	由保利资本和碧桂园创投作为基石投资人出资，总规模 50 亿元；东方雨虹、欧普照明、康力电梯、皮阿诺、科顺家族基金等均已公告成为基金产业投资人

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：仅包含碧桂园创投部分投资项目

明确成本管控考核指标，形成完善成本控制体系。公司核心团队多年来重视供应链管理和全成本控制，经过长期打磨后已形成较为成熟的成本管控理念和企业文化。同时，公司自 2014 年起即开始进行信息化建设，其后不断推进成本管理体系迭代升级，**利用信息化系统和大量数据监控项目开发全流程，通过从投资测算到项目结算各个细节的管控实现降本增效**。另外，公司也明确了项目各项利润指标的考核激励标准，激发一线员工在成本管控方面的积极性和主动性。经过多轮修改完善，公司的成本管控体系与文化已融入日常开发流程，成为公司在三四线市场竞争的重要手段。

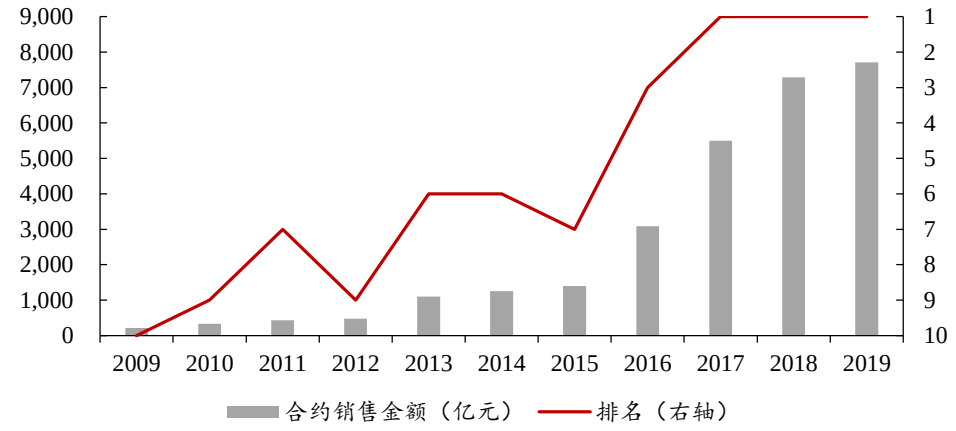
建安成本优势实现市场领先，成功突破下沉市场土储瓶颈。通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能实现盈利，主要竞争对手自然难以继续在相同市场运营。通常而言，能级越低的城市建安成本占销售均价的比例也越高。因此，在更低能级市场公司所面临的竞争实际上也越少，公司也能够借此突破土地储备瓶颈，进而实现市占率的进一步提升。事实上，**2013 年、2014 年后许多公司也提出了“回归一二线”的口号，反映了低线市场运营的难度。**2019 年，公司旗下 229 个项目在当地县级市市场占有率超过 20%，其中市占率超 50%的项目有 36 个。同年，公司在三四线城市销售市占率为 6%。**三四线市场的领先地位印证了公司在建安成本管控方面的独特优势。**

表 3：公司高端改善产品在三四线市场具备较强竞争优势

项目在当地县级市市占率	代表项目	项目数量
50%以上	湛江碧桂园城邦花园、兴平碧桂园中央公园等	36
30%-49%	中山碧桂园凤凰城、锦州碧桂园御锦府等	71
20%-29%	西宁碧桂园御川府、乌鲁木齐碧桂园等	122
合计		**229**

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究；注：数据截至 2019 年末

图 15：成本领先与差异化战略使得公司近年销售业绩与排名快速提升



数据来源：克而瑞，中达证券研究

成本管控非偷工减料，强化管控保障质量。交付质量已成为购房者和媒体近年来关注的焦点，成本管控自然也会引起市场对于公司质量方面的担心。我们认为，**良好成本管控体系的关键在于自上而下的文化导入和基于数据的全流程管控**，而非通过降低标准获取利润。目前，公司以集团安全生产委员会为核心，建立了各级安全工作机构，同时也强化了全方位安全检查体系建设和突发情况应急管理。另外，公司也加强了项目开发前-中-后的管控措施，进一步强化公司的质量控制体系，保障项目整体安全。

2.3 未来展望：突破土储瓶颈，市占率仍有提升空间

成本管控优势突破土储瓶颈，市占率仍有提升空间。公司根据一二线和三四线市场的不同特征制定了差异化的运营策略，聚焦三四线核心区域高净值客户的改善需求，通过差异化的终极改善产品解决目标客群需求痛点，实现降维打击和市场领先。根据公司测算，截至 2020 年 6 月末，仍有符合公司投资标准的 27 个三线地级市、79 个四线县级市、352 个县未进入。2019 年，公司旗下 229 个项目在当地县级市市场占有率超过 20%，其中市占率超 50%的项目有 36 个。同年，公司在三四线城市销售市占率为 6%。**通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能实现盈利，而能级越低的城市建安成本占销售均价的比例也越高。**因此，**在更低能级市场公司所面临的竞争实际上也越少，公司也能够借此突破土地储备瓶颈，进而实现市占率的进一步提升。**

3. 布局契合人口趋势，享城镇化发展红利

3.1 聚焦繁荣都市圈，人口流入支撑需求

聚焦繁荣都市圈，市场需求具一定支撑。不同于传统的一、二、三线城市能级分类，中国城市规划设计研究院根据 25 项指标，将原 108 个国务院审批城市总体规划的城市划分为繁荣 A 型、繁荣 B 型、活力 A 型、活力 B 型和活力 C 型 5 类。截止 2019 年末，碧桂园共入驻其中 97 座城市，相关城市覆盖率达 90%。在 2019 年底的可售货值中，公司约 72%的可售货值目标定位在繁荣城市圈，其中繁荣 A 型和繁荣 B 型区域的总货值占比分别为 30%和 18%。在城镇化发展向大都市圈化演进的当下，相关城市的楼市需求也有望得到一定的支撑。

表 4：公司多数货值分布在繁荣都市圈，市场需求具备一定支撑

城市类型	城市特征	城市示例	2019 年末可售货值分布（十亿人民币）	占总可售货值比例
繁荣 A 型	城市基本活力及生产能力方面处于领先位置，功能混合使用水平较高。	北京、上海、广州、深圳、南京等 15 个城市	510.3	30%
繁荣 B 型	城市生产能力、城市颜值及政府治理等维度上表现突出。在人均财政支出、社区政策等方面尚有不足。	合肥、福州、郑州、佛山、惠州等 17 个城市	306.5	18%
活力 A 型	传统工商业城市，面临转型升级方可重现繁荣活力。	天津、长春、无锡、常州、南通等 24 个城市	170.6	10%
活力 B 型	宜居城市，社区便利服务水平较高，人口密度及年轻化水平较高。但城市颜值、政府现代化治理等维度上短板突出。	石家庄、呼和浩特、哈尔滨、温州、南昌等 28 个城市	171.2	10%
活力 C 型	城市经济规模较小，但在公共服务、人均财政上依旧表现突出。	唐山、秦皇岛、大同、包头、鞍山等 23 个城市	58.9	3%
小计			**1,217.6**	**72%**
总可售货值			**1,702.2**	**100%**

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

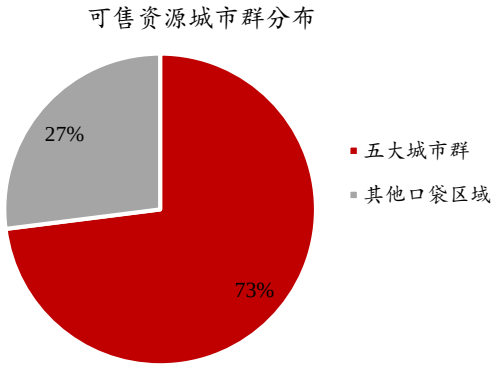
货值集中于人口流入区域，顺应需求变动方向。如前所述，城市之间的大分化使得传统的一二线/三四线城市能级划分难以完全反应城市基本面全貌。公司多年来围绕主要城市群进行重点布局，截至 2020 年 6 月末公司总可售资源中约 73%位于长三角、广东省等五大城市群，相关区域的经济及市场基本面较为优质。按人口流动情况计，截至 2020 年 6 月末公司约 93%的可售资源位于人口流入区域，布局契合了人口流动规律，能够较好地把握楼市需求的变动。

表 5：公司货值约 73%位于五大城市群，区域基本面较为优质

城市群	可售权益资源（十亿人民币）	占总可售资源比重
五大城市群	**1,217.2**	**73%**
-长三角/江浙沪皖	310.4	19%
-广东省	431.1	26%
-环渤海/京津冀辽晋鲁蒙	290.5	17%
-长江中游/湘鄂	129.5	8%
-川渝	55.7	3%
其他口袋区域		
-河南	93.1	6%
-海南	76.5	5%
-贵州	33.4	2%
-其他	249.6	14%
合计	**1,669.8**	**100%**

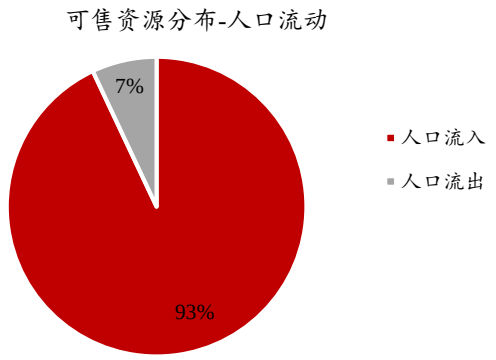
数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究；注：货值数据截至 2020 年 6 月末

图 16：公司土储货值中五大城市群占比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020 年 6 月末数据

图 17：公司多数土储货值位于人口流入区域



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020 年 6 月末数据

3.2 系统监控市场去化，多数城市供求健康

持续监测市场去化指标，布局城市整体供求健康。对于进驻城市，公司持续监控包括广义库存（未来 12 个月计划供地面积）在内的四类库存以及月均销售数据况，借此判断当地市场供求情况。按进驻城市数量计，截至 2020 年 6 月末公司约 27%的已进驻三四线城市处于库存短缺状态，约 58%的已进驻三四线城市处于库存合理状态。按土储权益货值计，截至 2020 年 6 月末公司位于三四线权益货值中约 25%所在城市库存短缺，约 59%权益货值所在城市库存合理；三四

线权益货值的 84%位于库存短缺或合理的城市。公司布局的三四线城市多数去化周期合理，市场整体供求情况较为健康。

表 6：针对布局城市，公司持续监测当地市场去化周期相关指标

监测指标	指标定义
一类库存 I	有预售证未售面积
二类库存 II	在建未有预售证面积
三类库存 III	拿地未开工面积
四类库存 IV	未来 12 个月计划供地面积
月均销售面积 S	平均每月平均销售面积
平均开盘时间 T	从项目获取到开盘的平均开盘时间

数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

表 7：公司已进驻的三四线城市整体供求较为健康

三四线土储库存情况	库存短缺 (I+II+III+IV-S*T)/S＜12	库存合理（介于供求短缺和过量之间）	供应过量 (I+II+III+IV)/S>24
城市数量	62	132	34
占比	27%	58%	15%
2020 年 6 月底权益货值（十亿人民币）	244	575.7	156.1
货值占比	25%	59%	16%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：城市库存供求情况适用的时间点为 2020 年 6 月末

3.3 小结：布局契合人口趋势，市场需求具备支撑

布局符合人口流动趋势，市场需求具备一定支撑。市场对于公司聚焦的三四线城市需求有一定担心，但我们认为，传统的一二线、三四线的城市能级分类可能并不能反映城市基本面全貌，需从人口流动、产业发展、市场供求等多方面分析城市楼市机会。截至 2020 年 6 月末，公司总可售资源中约 73%位于长三角、广东省等五大城市群，约 93%的可售资源位于人口流入区域；三四线权益货值的 84%位于库存短缺或合理的城市。整体而言，公司布局契合了人口流动规律，能够较好地把握楼市需求的变动。

4.研究结论与投资建议

成本管控优势筑独特护城河，市占率仍有提升空间。市场对于三四线需求及公司商业模式存在一些疑虑，而我们通过研究发现，三四线城市是中国城市的主要组成部分，三四线商品住宅销售面积近年来占比近 70%，城镇化梯次发展之下市场具备一定需求纵深。公司多年来聚焦三四线核心区域高净值客户的改善需求，通过差异化的终极改善产品解决目标客群需求痛点，实现降维打击和市场领先；**而公司商业模式成功的核心在于其成本管控能力**。通过出色的建安成本管控，公司在竞品难以盈利的情况仍能实现盈利，在合理利润水平下通过高周转撬动规模和利润增长。因此，在更低能级市场公司所面临的竞争实际上也越少，公司也能够借此突破土地储备瓶颈，进而实现市占率的进一步提升。

维持“买入”评级，目标价 12.2 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.02 元、2.24 元和 2.50 元，核心净利同比增长 10.7%、10.9%和 12.0%。考虑到布局与战略使公司能够持续受惠于城镇化发展机遇，管控效率提升和融资成本下降亦将助力公司发展，维持 NAV 折让 30%，目标价 12.2 港元，对应 2020 年 5.4 倍 PE，较现价空间达 27%。（最新股价为 9 月 8 日收盘价）

表 8：碧桂园 NAV 约 17.43 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	486,830
投资物业总计	15,559
总资产估值	502,389
净负债	118,255
NAV 估值	384,134
每股 NAV（港元/股）	17.43
股价（港元，9 月 8 日）	9.60
NAV 折让	45%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

5. 风险提示

1）调控政策以及项目结算进度存在一定不确定性，或影响上市公司销售业绩；

2）宏观经济及流动性波动可能对公司经营造成一定影响。

损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	379,079	485,908	489,071	543,652	607,910
营业成本	-276,603	-359,271	-372,818	-414,579	-463,698
毛利润	102,476	126,637	116,253	129,073	144,212
销售及行政开支	-29,134	-33,903	-36,045	-39,143	-39,210
EBIT	77,018	92,660	80,208	89,930	105,001
利息成本	0	0	0	0	0
利息收入	2,445	2,371	2,720	2,748	2,742
联营公司利润	1,197	5,108	9,770	10,189	7,738
其他收入	-1,097	-1,200	0	0	0
税前利润	79,563	98,939	92,698	102,867	115,482
所得税	-31,021	-37,737	-34,149	-37,823	-42,738
少数股东权益	-13,924	-21,652	-14,145	-15,792	-17,605
净利润	34,618	39,550	44,405	49,252	55,139
核心净利润	34,125	40,124	44,405	49,252	55,139
股权数	21,472	21,375	22,035	22,035	22,035
核心 EPS	1.59	1.88	2.02	2.24	2.50
每股分红	0.49	0.58	0.62	0.69	0.78

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	34,618	39,550	44,405	49,252	55,139
营运资本变动	6,845	-14,959	-5,063	682	-7,812
其他	-12,082	-9,925	-21,931	-26,556	-33,561
经营性现金流合计	29,381	14,666	17,411	23,378	13,766
投资物业	-139	-341	-1,048	-710	-773
其他	-12,130	-18,750	-25,263	-34,706	-28,722
投资性现金流合计	-12,269	-19,091	-26,312	-35,417	-29,495
自由现金流	17,112	-4,425	-8,901	-12,039	-15,729
每股自由现金流	1	-0	-0	-1	-1
权益融资	3,378	-187	0	0	0
债权融资	78,253	36,101	7,392	18,850	11,875
其他	-7,484	-10,847	4,909	-5,870	10,205
融资性现金流合计	74,147	25,067	12,301	12,980	22,080
现金变动合计	91,259	20,642	3,400	941	6,351
期初现金	137,084	228,343	248,985	252,385	253,326
期末现金	228,343	248,985	252,385	253,326	259,677

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	16,435	12,923	13,971	14,682	15,454
长期股权投资	46,659	52,113	63,828	78,987	76,161
其他非流动资产	166,850	210,599	234,639	270,043	325,199
非流动资产合计	229,944	275,635	312,439	363,711	416,814
发展中物业	626,937	810,300	834,874	886,620	934,031
竣工待售物业	44,338	45,781	46,940	47,935	48,021
应收账款	426,397	438,195	460,105	473,448	487,651
银行存款及现金	242,543	268,348	271,748	272,689	279,040
其他流动资产	59,535	68,893	57,112	57,112	57,112
总资产	1,629,694	1,907,152	1,983,218	2,101,515	2,222,670
流动负债合计	1,219,406	1,398,752	1,405,746	1,451,391	1,480,891
长期借款	202,378	253,331	258,398	271,318	279,457
其他非流动负债	2,278	3,698	3,698	3,698	3,698
递延所得税	32,224	32,763	33,311	33,868	34,435
非流动负债合计	236,880	289,792	295,407	308,884	317,590
少数股东权益	52,078	66,669	98,160	121,847	164,924
归属母公司股东权益	121,330	151,939	183,906	219,393	259,264
总负债和权益合计	1,629,694	1,907,152	1,983,218	2,101,515	2,222,670

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	27.0%	26.1%	23.8%	23.7%	23.7%
经营利润率	20.3%	19.1%	16.4%	16.5%	17.3%
核心净利率	9.0%	8.3%	9.1%	9.1%	9.1%
营收增长率	67.1%	28.2%	0.7%	11.2%	11.8%
EBIT 增长率	76.7%	20.3%	-13.4%	12.1%	16.8%
核心净利增长率	38.2%	17.6%	10.7%	10.9%	12.0%
核心 EPS 增长率	36.6%	18.1%	7.4%	10.9%	12.0%
每股净资产	5.65	7.11	8.35	9.96	11.77
利息覆盖倍数	5.03	4.78	4.07	4.32	4.73
净负债资本率	21%	20%	18%	19%	17%
净负债率	50%	46%	37%	36%	30%
总资产周转率	0.28	0.27	0.25	0.27	0.28
资产权益比	13.43	12.55	10.78	9.58	8.57
ROA	2.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%
ROE	31.7%	29.4%	26.4%	24.4%	23.0%
ROCE	9.9%	8.7%	8.2%	8.0%	7.9%

分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。